

En el mes de Marzo el fondo cayó un 2.71% respecto a caídas del SX5E de -21.45% y del -12.51% S&P500. La cartera de renta variable y sus coberturas contribuyeron positivamente con +35.32 pb. La cartera de RF restó -250 pb y el *carry* de la cartera sumó +9.5pb. La exposición a divisas restó -39 pb. En lo que llevamos de ejercicio 2020, hasta el día 9 de Abril, el fondo se deja un 2.1%, frente al -22.5% del SX5E o el -13.6% del S&P.

2020 MARZO - ¿CÓMO HEMOS GESTIONADO ESTAS ÚLTIMAS SEMANAS?

Desde el inicio de la crisis actuamos con flexibilidad y cautela, asegurándonos el cumplimiento de nuestro principal mandato de inversión, la preservación de capital. Cambiamos rápido las hipótesis básicas en nuestra estrategia y bajamos la exposición neta a renta variable prácticamente a cero, al tiempo que incrementamos el sesgo defensivo de la cartera. A fecha 9 de abril la cartera de renta variable ha generado un beneficio de +91pb, -417 pb de la propia cartera de contado y +508pb de las coberturas. En las últimas semanas, hemos acompañado el rally de las bolsas aumentando la exposición neta y bruta hasta un máximo del 25% y 40% respectivamente.

La intervención de las autoridades, la contención de la epidemia y la expectativa de una apertura de la economía relativamente rápida han desencadenado las fuertes subidas de las bolsas. Somos escépticos de la sostenibilidad del movimiento y hemos vuelto cubrir para dejar la exposición neta prácticamente a cero. Primero, porque no tenemos visibilidad alrededor de las fechas de re-apertura de las economías: minimizar el riesgo de rebrotes puede suponer alargar el cierre parcial y la apertura gradual, aumentando el coste económico. Segundo, porque todos los mercados bajistas tienen fuertes subidas desde los mínimos que terminan por agotarse, retomando la tendencia y en muchos casos re-visitando dichos mínimos. Tercero, porque, aunque poco fiables, creemos que existe una desconexión entre las estimaciones macro, las de beneficios y las valoraciones: puestos a creer en algún número, es muy probable que el GDP de 2021 esté por debajo del 2019, todas las estimaciones de beneficios tienen subidas respecto a 2019, y que el ajuste de esas cifras de beneficios con las estimaciones macro dejen las valoraciones, a precios actuales, en múltiplos muy elevados y difíciles de digerir con la elevada incertidumbre a la que nos enfrentamos. Cuarto, porque los mercados se mueven muy rápido, son máquinas de descontar acontecimientos y en ocasiones son capaces de mirar más allá de shocks temporales.

Ahora bien, estamos ante una recesión que será peor que 2008 y sobre la que tenemos muy poca visibilidad. Simplemente pensar que el mercado ya sabe que vamos a ver datos horribles y que vamos a empezar a descontar el 2021 como hipótesis central, nos parece un disparate. La magnitud de la caída está todavía por ver, la duración está por ver y la velocidad de recuperación de la demanda agregada y de muchas empresas también está por ver, por lo menos para nosotros.

¿Significa esto, que tengamos una visión negativa del mercado? Todo lo contrario. Hemos aprovechado las caídas para aumentar la exposición bruta hasta el 40%, que son niveles consistentes con un inicio de nuevo ciclo y cambio de asset allocation hacia una posición más agresiva, de mayor riesgo y centrada en renta variable como principal activo. Por primera vez en mucho tiempo estamos cómodos comprando muchas empresas que nos gustan a precios razonables. Nuestro objetivo es salir de esta crisis con exposiciones de por lo menos el 60%.

En renta fija, aprovechamos vencimientos y pequeñas ventanas de oportunidad para elevar la liquidez y reducir la exposición hasta el 40% desde el 60% de finales de 2019. Vendimos flotantes, PGBs, SANUK, RBS e Intesa a corto plazo y tuvimos muchas amortizaciones en AT1s, T2, híbridos y *corporates*. La atribución de la renta fija al total del fondo hasta el 9 de abril fue -198 pb y se concentra en un pequeño número de bonos que sufrieron con la dislocación del mercado. Especialmente los AT1s recién comprados (BBVA y SAN), junto con los híbridos de Telefónica y Ferrovial. La normalización de los diferenciales de crédito, apoyados sobre todo por el programa de compras del ECB, ayudará a la mejora paulatina de estos bonos. La cartera actual tiene una TIR del 3% con una duración del 1.5. Vemos muchas oportunidades para comprar y tenemos como objetivo subir la TIR hacia niveles del 4%-5%, sustituyendo bonos con vencimiento a corto plazo y flotantes. El objetivo de exposición es el 40%.

En divisas no tenemos posiciones direccionales pero sí exposición a través de la cartera de acciones y de bonos. En lo que va de año la contribución fue de -50pb, en su mayor parte derivada de la evolución del NOK y GBP.

ESTRATEGIA

El mes de marzo pone fin al ciclo económico y al mercado alcista originado tras la *global financial crisis*.

En esta primera fase creemos que el mercado ha corregido el “*overshoot*” de valoración de 2019 y parte de la mala asignación de riesgo de estos últimos años. En una segunda fase tendremos que valorar cómo de profunda y duradera es y las implicaciones estructurales de esta recesión.

Para contestar las dos primeras preguntas tendremos que saber cuánto durarán las medidas de confinamiento, distanciamiento de la población y cuál será la velocidad de vuelta a la normalidad de la actividad económica. No tenemos respuesta clara y la información que ofrecen los gobiernos no es del todo fiable, por lo que la incertidumbre es todavía enorme. Sabemos que los confinamientos están funcionando y que la expansión de la epidemia se contendrá en las próximas semanas; sin embargo, el poco conocimiento que tenemos de la extensión de los contagios, transmisibilidad y de las medidas eficientes para garantizar una vuelta a la normalidad nos hacen ser escépticos de que se pueda llevar a cabo relativamente rápido. Nos da la sensación de que las herramientas básicas para llevar a cabo este proceso no están en marcha, especialmente los medios de detección, identificación y aislamiento, que junto a una infraestructura de seguimiento y control de la población parecen ser los elementos fundamentales para poder pensar el restablecimiento de la situación. El riesgo de un rebrote es otro factor a tener en cuenta.

Las estimaciones macro y de beneficios tienen un margen de error mucho más elevado de lo normal, donde lo único seguro es una fuerte contracción de ambos. Viendo las cifras de diferentes bancos de inversión e instituciones, la magnitud de la caída para la economía mundial en 2020 será alrededor del -1/-3% en el orden de magnitud de 2009. Las cifras inter trimestrales son una locura, con variaciones de +/- 30%-40% para el 2º y 3º trimestres, y quizás lo más útil será ver la variación en términos absolutos. Según este análisis, el dato más relevante es que probablemente el nivel de actividad a finales de 2021 seguirá por debajo de 2019 en el mejor de los casos. La paralización del sector servicios y la destrucción de empleo son los factores determinantes, y especialmente en las economías desarrolladas, donde la actividad de algunos sectores ha desaparecido con la imposición de los confinamientos. La evolución de las cifras de empleo serán la principal variable para medir la profundidad y la duración de la crisis. El retorno de la confianza y de los hábitos de gasto e inversión de consumidores y empresas, será determinante a la hora de recuperar la demanda agregada. Mientras eso sucede, las autoridades han puesto en marcha medidas fiscales y monetarias para soportar la economía hasta que se produzca el control de la epidemia. Los bancos centrales resucitaron el manual de la crisis de 2008 y lo aplicaron con mayor velocidad y en mayor escala. De prestamista de último recurso del sistema financiero se han convertido en prestatario de último recurso de la economía en su conjunto. La batería de medidas tiene por objeto garantizar a cualquier segmento de la

economía el acceso a liquidez y crédito. Por su parte los gobiernos sustituyen a las empresas y subsidian las rentas a la población más afectada por los cierres obligatorios de empresas y despidos. En resumen, desde el punto de vista macro poco podemos cuantificar con claridad hasta que no veamos el control de la epidemia y el ritmo de vuelta a la normalidad de las economías.

En un plano más conceptual, creemos que esta crisis es el detonante que acelera el cambio de régimen o paradigma que ha estado gestándose los últimos años, donde los elementos esenciales del sistema económico, político, social y geoestratégico sufrirán cambios:

- Cambio de paradigma económico: política monetaria agotada como principal herramienta de estabilización del ciclo y del crecimiento; política fiscal como principal herramienta con un fuerte incremento del gasto público y explosión de la deuda, lo que tendrá implicaciones en la inflación, en el valor de la moneda y los instrumentos de deuda - fuera del impacto a corto plazo de las inyecciones de liquidez y gasto, el estímulo fiscal no mejora el crecimiento potencial de la economía, que sigue marcado por el declive demográfico y la baja productividad -.
- Entorno político: vuelta del “Big Government”, mayor intervención del estado en la economía, regulación y participaciones empresariales.
- Ámbito social: agitación, polarización política, consolidación de extremos populistas; reversión de la participación en los beneficios entre el capital y el trabajo.
- Cambios Geoestratégicos: reversión de la globalización, caída de los volúmenes de comercio, renacionalización (relocación) de las cadenas de producción, devaluación de las instituciones internacionales e incremento del proteccionismo.